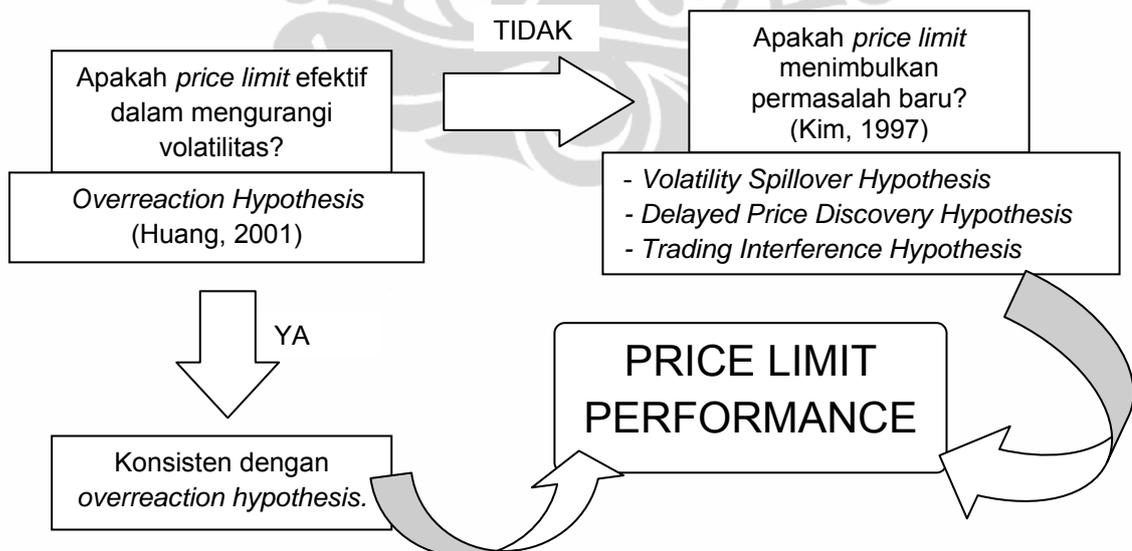


BAB 4

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan harga dari seluruh saham yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada periode 2007 – 2008. Harga saham yang digunakan meliputi harga pembukaan, harga penutupan, harga tertinggi, dan harga terendah pada satu hari perdagangan. Selain menggunakan data harga saham, penelitian ini juga menggunakan jumlah volume transaksi perdagangan harian dan jumlah saham beredar harian dari seluruh saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Harga saham digunakan untuk mengamati perilaku dari masing – masing saham kemudian dikelompokkan berdasarkan perubahan harga dari harga penutupan kemarin.

Metode yang digunakan pada penelitian ini adalah gabungan dari metode yang dilakukan oleh Huang (2001) yang meneliti tentang adanya gejala *overreaction* akibat adanya regulasi *price limit* dan penelitian yang dilakukan oleh Kim (1997) yang meneliti tentang masalah yang muncul akibat penerapan *price limit*. Sehingga skema penelitiannya adalah sebagai berikut:



Gambar 4.1 Skema Penelitian

Sumber: Hasil olahan penulis.

Pada skema diatas dapat dijelaskan bahwa penelitian ini diawali dengan menguji efektifitas *price limit* di Indonesia. Pengujian dilakukan dengan metode yang dilakukan oleh Huang (2001) yaitu *overreaction hypothesis*. Jika *price limit* terbukti efektif mengurangi volatilitas, maka hasilnya harus konsisten dengan *overreaction hypothesis*.

Akan tetapi jika *price limit* tidak efektif mengurangi volatilitas, maka penelitian dilanjutkan untuk menguji masalah yang timbul akibat *penerapan price limit* di Indonesia. Pengujian ini menggunakan dengan metodologi yang dipakai oleh Kim (1997).

Pada penelitian yang dilakukan oleh Huang (2001), harga saham dikelompokkan ke dalam tiga kelompok berdasarkan perubahan harga sejak penutupan kemarin, yaitu:

- a. Saham *limit-hit* yaitu saham – saham yang perubahan harganya dalam satu hari perdagangan menyentuh *price limit* dan ditutup pada harga batas tersebut. Di Taiwan Stock Exchange, regulasi *price limit* adalah 7% untuk batas pergerakan atas dan bawah.
- b. Saham *intraday-limit*, yaitu saham – saham yang perubahan harga dalam satu hari perdagangan menyentuh *price limit* tetapi saham tersebut tidak ditutup pada harga batas tersebut.
- c. Saham *near-limit*, yaitu saham – saham yang perubahan harga dalam satu hari perdagangan hampir menyentuh *price limit*. Batasan hampir menyentuh *price limit* adalah ketika perubahan saham lebih besar dari 5% untuk batas atas, dan lebih kecil dari -5% untuk batas bawah dengan *price limit* di Taiwan Stock Exchange adalah 7%.

Mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Huang (2001), maka penelitian ini menyesuaikan regulasi *price limit* yang diterapkan di Indonesia, yaitu:

- a. Harga penawaran jual atau penawaran beli saham lebih dari 35% di atas atau di bawah Acuan Harga untuk Saham dengan rentang harga Rp 50 sampai dengan dari Rp 200.

- b. Harga penawaran jual atau penawaran beli saham lebih dari 25% di atas atau di bawah Acuan Harga untuk Saham dengan rentang harga di atas Rp 200 sampai dengan dari Rp 5.000.
- c. Harga penawaran jual atau penawaran beli saham lebih dari 20% di atas atau di bawah Acuan Harga untuk Saham dengan rentang harga di atas Rp 5.000.

sehingga secara keseluruhan, penyesuaian terhadap metode yang dipakai oleh Huang (2001) adalah sebagai berikut:

Tabel 4.1 Penyesuaian model terhadap metode Huang (2001)

	Metode Penelitian Huang (2001)	Penyesuaian terhadap aturan BEI
Limit-Hit Batas Atas (<i>upward price movement</i>)	7% dari harga penutupan kemarin	Harga saham Rp 50 - Rp 200; 35% Harga saham Rp 201 - Rp 5000; 25% Harga saham > Rp 5000; 20%
	Batas Bawah (<i>downward price movement</i>)	-7% dari harga penutupan kemarin Harga saham Rp 50 - Rp 200; -35% Harga saham Rp 201 - Rp 5000; -5% Harga saham > Rp 5000; -20%
Intraday-limit Batas Atas (<i>upward price movement</i>)	7% dari harga penutupan kemarin	Harga saham Rp 50 - Rp 200; 35% Harga saham Rp 201 - Rp 5000; 25% Harga saham > Rp 5000; 20%
	Batas Bawah (<i>downward price movement</i>)	-7% dari harga penutupan kemarin Harga saham Rp 50 - Rp 200; -35% Harga saham Rp 201 - Rp 5000; -5% Harga saham > Rp 5000; -20%
Near-limit Batas Atas (<i>upward price movement</i>)	5% - <7% dari harga penutupan kemarin	Harga saham Rp 50 - Rp 200; 25% - <35% Harga saham Rp 201 - Rp 5000; 18% - <25% Harga saham > Rp 5000; 14% - <20%

Tabel 4.1 Penyesuaian model terhadap metode Huang (2001) (lanjutan)

	Metode Penelitian Huang (2001)	Penyesuaian terhadap aturan BEI
Batas Bawah (<i>downward price movement</i>)	-5% - >-7% dari harga penutupan kemarin	Harga saham Rp 50 - Rp 200; -20% - >-35% Harga saham Rp 201 - Rp 5000; -18% - >-25% Harga saham > Rp 5000; -14% - >-20%

Sumber: Hasil olahan penulis.

Kemudian setelah mengelompokkan pergerakan harga saham, penelitian ini kemudian mengamati lebih jauh lagi pergerakan harga saham ke dalam tiga kelompok perilaku, yaitu:

- a. *Price continuation*
- b. *Price Reversal*
- c. *No Change*

Overreaction hypothesis memprediksi bahwa ketika suatu saham menyentuh *price limit* dalam satu hari perdagangan, maka dalam periode *overnight*, harga saham akan terus bergerak sesuai dengan harga batas (*price continuation*) dan akan mengalami pembalikan harga (*price reversal*) pada hari perdagangan berikutnya. *Overreaction* ini menunda proses pembentukan harga ekuilibrium pada hari perdagangan. Pada penelitian ini ingin membuktikan apakah penerapan regulasi *price limit* di Indonesia akan menimbulkan gejala *overreaction*. Jika terbukti tidak ada gejala *overreaction*, maka penelitian ini dilanjutkan untuk meneliti masalah yang timbul karena adanya *price limit*, yaitu sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kim (1997).

Penelitian Kim (1997) menguji masalah yang baru yang muncul akibat adanya regulasi *price limit*. Dalam hipotesisnya, Kim (1997) mengemukakan tiga masalah baru yaitu *volatility spillover hypothesis*, *delayed price discovery hypothesis* dan *trading interference hypothesis*. Dalam penelitiannya, Kim (1997) mengelompokkan perubahan harga saham ke dalam tiga kelompok, yaitu:

- a. $STOCK_{hit}$, yaitu saham – saham yang dalam perubahannya menyentuh *price limit* dihitung dari harga penutupan kemarin.
- b. $STOCK_{0,90}$, yaitu kelompok saham – saham yang mengalami perubahan harga paling tidak $0,90(LIMIT_t)$ dari harga penutupan perdagangan kemarin akan tetapi tidak menyentuh *price limit*.
- c. $STOCK_{0,80}$, yaitu kelompok saham – saham yang mengalami perubahan harga di antara $0,80(LIMIT_t)$ dan $0,90(LIMIT_t)$ dari harga penutupan perdagangan kemarin.

Ketiga kelompok ini $STOCK_{hit}$, $STOCK_{0,90}$ dan $STOCK_{0,80}$ akan diuji terhadap ketiga hipotesis yang dikemukakan Kim (1997). Apabila hipotesis Kim (1997) terbukti, maka perilaku untuk kelompok saham – saham yang menyentuh *price limit* atau $STOCK_{hit}$, akan berbeda dengan perilakunya dengan kedua kelompok lain yang tidak menyentuh *price limit*. Hal ini disebabkan karena ada interferensi dari *price limit* yang membuat harga saham berada dalam kondisi *order imbalance*.

Pada penelitian ini, metode pengujian statistik yang dipakai adalah:

- a. *Standard nonparametric binomial test (z-value)*
- b. *Nonparametric Wilcoxon sign-rank test*
- c. Uji beda rata-rata antara dua kelompok (*t-test*)

dengan tingkat kepercayaan 90%, 95% dan 99% dihitung menggunakan *software* SPSS.

4.1 Analisis *Overreaction Hypothesis*

Huang (2001) menguji dua hipotesis berdasarkan pengaruh regulasi *price limit* terhadap harga saham. Hipotesis yang pertama adalah bahwa regulasi *price limit* akan menunda proses pembentukan harga saham dalam merefleksikan nilai intrinsiknya. Hipotesis ini memprediksi akan terjadi pergerakan harga yang berkelanjutan (*price continuation*) dalam periode *overnight* setelah harga menyentuh *price limit* dan harga tetap tidak berubah pada hari perdagangan berikutnya. Hipotesis ini disebut juga *information hypothesis*.

Sedangkan hipotesis kedua yang dikemukakan oleh Huang (2001) adalah *overreaction hypothesis* yang merupakan kebalikan dari *information hypothesis*.

Overreaction hypothesis memprediksi bahwa harga saham yang telah menyentuh batas maksimal/minimal transaksi harian (*intra-day limit*), maka dalam periode *overnight* harga saham akan terus bergerak mengikuti harga batas dan akan kembali bergerak ke titik semula (*price reversal*) pada transaksi perdagangan hari berikutnya. Selain itu *overreaction hypothesis* memprediksi bahwa semakin besar nilai *price continuation* maka nilai *price reversal* juga semakin besar.

Huang (2001) menggunakan seluruh harga saham yang terdaftar pada Taiwan Stock Exchange selama periode tujuh tahun dari 1990-1997. Selama tujuh tahun ini batas pergerakan harga harian adalah sama, yaitu 7% untuk batas pergerakan atas dan bawah. Sampel data yang diteliti oleh Huang (2001) adalah sebagai berikut:

Tabel 4.2 Sampel data pada metode penelitian Huang (2001)

Distribution of sample stocks

Panel A: Distribution of 1-, 2-, and 3-day limit moves and near-limit moves

Year	Total number of daily returns	Number of closing up limit-hits			Number of closing down limit-hits			Number of near-limit moves	
		1 day	2 days	3 days	1 day	2 days	3 days	$r_0 > 5\%$	$r_0 < -5\%$
1990	47,629	2053	493	143	2126	672	179	1378	1420
1991	54,518	1300	227	32	1364	96	28	1050	1050
1992	63,031	515	53	16	558	41	14	529	632
1993	73,204	1030	202	39	335	51	8	1130	585
1994	79,792	1154	146	24	590	37	9	925	693
1995	91,020	818	74	16	630	77	17	892	1127
1996	101,477	814	103	16	524	37	8	771	504
1990–1996	510,671	7684	1298	286	6127	1011	263	6675	6011

Sumber: Huang (2001).

Sedangkan penelitian yang dilakukan di Bursa Efek Indonesia adalah seluruh saham yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada periode 2007 – 2008. Pada tahun 2007 terdapat 395 emiten dan pada tahun 2008 terdapat 407 emiten yang aktif dalam perdagangan di Bursa Efek Indonesia. Data harga saham harian dari seluruh emiten diteliti sesuai dengan metode yang dilakukan oleh Huang (2001) sehingga didapatkan sampel data sebagai berikut:

Tabel 4.3 Sampel data pada penelitian di Bursa Efek Indonesia (BEI)

PANEL A: Pergerakan harga atas (<i>upward price movement</i>)						
Tahun	Sampel Data	1-Day <i>limit-hit</i> UP	2-Day <i>limit-hit</i> UP	3-Day <i>limit-hit</i> UP	Near- <i>limit</i> UP	<i>Intraday</i> UP
2007	85,919	191	10	—	395	122
2008	95,137	146	7	1	388	66
TOTAL	181,056	337	17	1	783	188
PANEL B: Pergerakan harga bawah (<i>downward price movement</i>)						
Tahun	Sampel Data	1-Day <i>limit-hit</i> DOWN	2-Day <i>limit-hit</i> DOWN	3-Day <i>limit-hit</i> DOWN	Near- <i>limit</i> DOWN	<i>Intraday</i> DOWN
2007	85,919	28	—	—	120	24
2008	95,137	17	—	—	145	25
TOTAL	181,056	45	—	—	265	49

Sumber: Hasil olahan penulis.

Hipotesis yang dikemukakan oleh Huang (2001) adalah sebagai berikut:

a. H_0 (*information hypothesis*):

Untuk *upward price movement* adalah $AR_{1,co} > 0$ dan $AR_{1,oc} = 0$;
sedangkan untuk *downward price movement* adalah $AR_{1,co} < 0$ dan
 $AR_{1,oc} = 0$ hal ini sesuai dengan prediksi *information hypothesis* yang
menyatakan bahwa perilaku *price continuation* akan terjadi selama periode
overnight dan tidak akan terjadi perubahan harga pada hari perdagangan
berikutnya.

b. H_1 (*overreaction hypothesis*):

$AR_{1,co} > 0$, $AR_{1,oc} < 0$ untuk *upward price movement*; $AR_{1,co} < 0$,
 $AR_{1,oc} > 0$ untuk *downward price movement*. Hal ini sesuai dengan
overreaction hypothesis yang memprediksi bahwa perilaku *price*
continuation akan terjadi dalam periode *overnight* dan kemudian akan
terjadi *price reversal* pada hari perdagangan berikutnya.

Hasil penelitian Huang (2001) adalah sebagai berikut:

Tabel 4.4 Hasil pengujian *overreaction hypothesis* pada periode *overnight* pada penelitian Huang (2001)

Distribution of price continuations and reversals over 1990–1996

Panel A: Price behavior of Day 1 overnight abnormal returns ($AR_{1,co}$)					
Price behavior of $AR_{1,co}$	1-day limit move (1)	2-day limit move (2)	3-day limit move (3)	near-limit move (4)	(1)–(4) (<i>t</i> value) (5)
<i>Upward price movements</i>					
Continuation ($AR_{1,co} > 0$)	0.66	0.65	0.66	0.46	0.21 (24.93)
Reversal ($AR_{1,co} < 0$)	0.17	0.20	0.19	0.33	-0.15 (-21.38)
No change ($AR_{1,co} = 0$)	0.16	0.16	0.15	0.22	-0.05 (-8.08)
<i>Downward price movements</i>					
Continuation ($AR_{1,co} < 0$)	0.70	0.60	0.77	0.42	0.28 (30.64)
Reversal ($AR_{1,co} > 0$)	0.17	0.26	0.11	0.36	-0.20 (-24.46)
No change ($AR_{1,co} = 0$)	0.13	0.14	0.12	0.21	-0.08 (-11.64)
Panel B: Price behavior of Day 1 abnormal returns (AR_1)					
Price behavior of AR_1	1-day limit move (1)	2-day limit move (2)	3-day limit move (3)	near-limit moves (4)	(1)–(4) (<i>t</i> value) (5)
<i>Upward price movements</i>					
Continuation ($AR_1 > 0$)	0.51	0.54	0.54	0.33	0.19 (22.48)
Reversal ($AR_1 < 0$)	0.43	0.40	0.40	0.60	-0.18 (-21.47)
No change ($AR_1 = 0$)	0.06	0.06	0.06	0.07	-0.01 (-1.59)
<i>Downward price movements</i>					
Continuation ($AR_1 < 0$)	0.62	0.64	0.68	0.39	0.23 (25.33)
Reversal ($AR_1 > 0$)	0.31	0.30	0.27	0.52	-0.20 (-22.59)
No change ($AR_1 = 0$)	0.07	0.06	0.04	0.09	-0.03 (-5.68)

Sumber: Huang (2001).

Pada Tabel 4.4, data Panel A dan Panel B menunjukkan hasil yang sama, yaitu frekuensi terjadinya *price continuation* lebih besar dibandingkan terjadinya *price reversal* untuk kelompok saham *limit-hit*. Data pada Panel A merupakan frekuensi terjadinya tiga macam perilaku harga saham selama periode *overnight*, sedangkan data pada Panel B menunjukkan frekuensi terjadinya tiga macam perilaku harga saham pada periode *close-to-close*. Pada tabel 4.4 di atas, ternyata frekuensi terjadinya *price continuation* pada periode *overnight* lebih besar daripada ketika periode *close-to-close*.

Tabel 4.5 Hasil pengujian *overreaction hypothesis* pada periode *trading* pada penelitian Huang (2001)

Panel C: Price behavior of Day 1 trading time abnormal returns ($AR_{1,oc}$)

Price behavior of $AR_{1,oc}$	1-day limit move (1)	2-day limit move (2)	3-day limit move (3)	near-limit move (4)	(1)-(4) (t value) (5)
<i>Upward price movements</i>					
Continuation ($AR_{1,oc} > 0$)	0.36	0.32	0.31	0.32	0.04 (4.50)
Reversal ($AR_{1,oc} < 0$)	0.58	0.64	0.63	0.61	-0.03 (-3.63)
No change ($AR_{1,oc} = 0$)	0.06	0.04	0.06	0.07	-0.01 (-1.47)
<i>Downward price movements</i>					
Continuation ($AR_{1,oc} < 0$)	0.35	0.42	0.27	0.40	-0.05 (-5.54)
Reversal ($AR_{1,oc} > 0$)	0.60	0.53	0.69	0.54	0.06 (7.02)
No change ($AR_{1,oc} = 0$)	0.05	0.05	0.04	0.07	-0.01 (-3.40)

Sumber: Huang (2001).

Pada Tabel 4.5, data pada panel C menjelaskan bahwa frekuensi terjadinya *price continuation* ternyata lebih kecil dibandingkan frekuensi terjadinya *price reversal* untuk kelompok saham yang *limit-hit*. Hasil pada Panel C berbanding terbalik dengan hasil pada Panel A dan Panel B pada tabel 4.4. Data pada Panel C menunjukkan frekuensi terjadinya tiga macam perilaku harga saham pada periode *trading*. Hal ini menunjukkan bahwa ketika periode *overnight*, kelompok saham yang menyentuh *price limit*, perilaku harga saham adalah *price continuation*, yaitu harga saham akan bergerak mengikuti harga batas dan akan mengalami pembalikan harga (*price reversal*) pada periode *trading* hari berikutnya.

Sebagai perbandingan, pada tabel 4.4 dapat dilihat perilaku saham untuk kelompok *near-limit*. Hasil menunjukkan bahwa untuk kelompok saham *near-limit*, perilaku *price continuation* adalah lebih kecil secara signifikan dibandingkan dengan kelompok saham yang *limit-hit*. Begitu juga untuk perilaku *price reversal* pada periode *trading* besoknya.

Temuan data yang disajikan pada tabel 4.4 ini sesuai dengan *overreaction hypothesis* bahwa perilaku *price continuation* pada harga saham terjadi selama periode *overnight*. Kemudian pada hari perdagangan besoknya (periode *trading*), harga saham akan mengalami perilaku pembalikan harga (*price reversal*).

Sedangkan penelitian yang dilakukan di Bursa Efek Indonesia menghasilkan data sebagai berikut:

Tabel 4.6 Hasil pengujian *overreaction hypothesis* pada periode *overnight* di BEI

$AR_{1,co}$	1-Day limit-hit (1)	2-Day limit-hit (2)	3-Day limit-hit (3)	Near- limit (4)	(1) - (4) (z-value) (5)
<i>Upward Price Movement</i>					
<i>Continuation, $AR_{1,co} > 0$</i>	32.94%	41.18%	0.00%	48.15%	-15.21% (-5.5884)***
<i>Reversal, $AR_{1,co} < 0$</i>	67.06%	58.82%	100.00%	51.85%	15.21% (5.5884)***
<i>No Change, $AR_{1,co} = 0$</i>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0% (0)
<i>Downward Price Movement</i>					
<i>Continuation, $AR_{1,co} < 0$</i>	26.67%	0%	0%	41.89%	-15.22% (-2.0694)***
<i>Reversal, $AR_{1,co} > 0$</i>	73.33%	0%	0%	58.11%	15.22% (2.0694)***
<i>No Change, $AR_{1,co} = 0$</i>	0.00%	0%	0%	0.00%	0% (0)

***) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 99\%$ (*two-tailed*).

**) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 95\%$ (*two-tailed*).

*) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 90\%$ (*two-tailed*).

Sumber: Hasil olahan penulis.

Pada tabel 4.6 menunjukkan frekuensi terjadinya perilaku saham dari kelompok *limit-hit* dan kelompok *near-limit* selama periode *overnight*. Pada tabel 4.6 dapat dilihat ternyata untuk kelompok saham yang menyentuh *price limit* (*limit-hit*), frekuensi terjadinya perilaku *price reversal* lebih besar dibandingkan dengan frekuensi terjadinya perilaku *price continuation*, baik untuk *upward movement* dan *downward movement*.

Untuk perbandingan, tabel 4.6 juga menjelaskan bahwa pada kelompok *near-limit*, frekuensi terjadinya perilaku *price reversal* juga lebih besar dibandingkan dengan frekuensi terjadinya perilaku *price continuation* pada periode *overnight*. Akan tetapi frekuensi terjadinya perilaku *price reversal* pada kelompok *limit-hit* lebih besar secara signifikan dibandingkan frekuensi terjadinya perilaku *price reversal* pada kelompok *near-limit*.

Tabel 4.7 Hasil pengujian *overreaction hypothesis* pada periode *trading* di BEI

$AR_{1,oc}$	1-Day limit-hit (1)	2-Day limit-hit (2)	3-Day limit-hit (3)	Near- limit (4)	(1) - (4) (z-value) (5)
<i>Upward Price Movement</i>					
<i>Continuation, $AR_{1,oc} > 0$</i>	100.00%	100.00%	100.00%	96.93%	3.07% (3.2644)***
<i>Reversal, $AR_{1,oc} < 0$</i>	0.00%	0.00%	0.00%	3.07%	-3.07% (-3.2644)***
<i>No Change, $AR_{1,oc} = 0$</i>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0% (0)

Tabel 4.7 Hasil pengujian *overreaction hypothesis* pada periode *trading* di BEI (lanjutan)

$AR_{1,oc}$	1-Day limit-hit (1)	2-Day limit- hit (2)	3-Day limit- hit (3)	Near- limit (4)	(1) - (4) (z-value) (5)
<i>Downward Price Movement</i>					
<i>Continuation, $AR_{1,oc} < 0$</i>	100.00%	0%	0%	95.09%	4.91% (1.5236)***
<i>Reversal, $AR_{1,oc} > 0$</i>	0.00%	0%	0%	4.91%	-4.91% (-1.5236)***
<i>No Change, $AR_{1,oc} = 0$</i>	0.00%	0%	0%	0.00%	0% (0)

***) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 99\%$ (*two-tailed*).

**) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 95\%$ (*two-tailed*).

*) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 90\%$ (*two-tailed*).

Sumber: Hasil olahan penulis.

Pada tabel 4.7 menunjukkan frekuensi terjadinya perilaku saham dari kelompok *limit-hit* dan kelompok *near-limit* selama periode *trading* pada hari perdagangan berikutnya. Pada tabel 4.7 dapat dilihat ternyata untuk kelompok saham yang menyentuh *price limit (limit-hit)*, seluruhnya mengalami perilaku *price continuation*, baik untuk *upward movement* dan *downward movement*. Tidak ada yang menunjukkan perilaku *price reversal* pada periode *trading*.

Untuk perbandingan, tabel 4.7 juga menjelaskan bahwa pada kelompok *near-limit* frekuensi terjadinya perilaku *price continuation* juga lebih besar dibandingkan dengan frekuensi terjadinya perilaku *price reversal* pada periode *trading*. Akan tetapi frekuensi terjadinya perilaku *price reversal* pada kelompok *limit-hit* lebih besar secara signifikan dibandingkan frekuensi terjadinya perilaku *price reversal* pada kelompok *near-limit*.

Dengan melihat frekuensi *price continuation* pada kelompok *limit-hit* lebih besar signifikan secara statistik dibandingkan frekuensi *price reversal* pada kelompok *near-limit*, dapat dijadikan kesimpulan bahwa pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 – 2008, regulasi *price limit* tidak menimbulkan gejala *overreaction*. Sesuai dengan yang dikemukakan oleh Huang (2001), *overreaction hypothesis* memprediksi bahwa saham – saham yang menyentuh *price limit* akan mengalami *price continuation* dalam periode *overnight* dan kemudian akan mengalami pembalikan harga (*price reversal*) pada hari perdagangan berikutnya. Sedangkan yang terjadi di Bursa Efek Indonesia adalah untuk kelompok saham yang menyentuh *price limit*, akan mengalami *reversal*

selama periode *overnight* dan kemudian besok harinya terjadi perilaku *price continuation*, yaitu harga saham akan bergerak terus mengikuti harga batasnya.

Tidak adanya gejala *overreaction* semakin diperkuat oleh data pada tabel 4.8 dibawah ini. Tabel 4.8 menjelaskan agregat dari periode *overnight* dan periode *trading*. Pada tabel 4.7 menjelaskan bahwa frekuensi terjadinya *price continuation* lebih besar dibandingkan frekuensi terjadinya *price reversal*.

Tabel 4.8 Hasil pengujian *overreaction hypothesis* pada periode *close-to-close* di BEI

$AR_{1,cc}$	1-Day limit-hit (1)	2-Day limit- hit (2)	3-Day limit-hit (3)	Near- limit (4)	(1) - (4) (z-value) (5)
UPWARD MOVEMENT					
<i>Continuation, $AR_{1,cc} > 0$</i>	83.98%	64.71%	0.00%	87.99%	-4.02% (-2.2698)***
<i>Reversal, $AR_{1,cc} < 0$</i>	16.02%	35.29%	100.00%	12.01%	4.02% (2.2698)***
<i>No Change, $AR_{1,cc} = 0$</i>	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0% (0)
DOWNWARD MOVEMENT					
<i>Continuation, $AR_{1,cc} < 0$</i>	100.00%	0%	0%	84.91%	15.09% (2.8284)***
<i>Reversal, $AR_{1,cc} > 0$</i>	0.00%	0%	0%	15.09%	-15.09% (-2.2824)***
<i>No Change, $AR_{1,cc} = 0$</i>	0.00%	0%	0%	0.00%	0% (0)

***) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 99\%$ (*two-tailed*).

**) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 95\%$ (*two-tailed*).

*) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 90\%$ (*two-tailed*).

Sumber: Hasil olahan penulis.

4.2 Analisis *Volatility Spillover Hypothesis*

Kim (1997) mengelompokkan saham – saham kedalam tiga kelompok utama yaitu $STOCK_{hit}$, $STOCK_{0,90}$ dan $STOCK_{0,80}$ berdasarkan perubahan harga dari harga penutupan kemarin. Kim (1997) melakukan penelitian pada Tokyo Stock Exchange pada periode 1989-1992, dengan sampel datanya adalah sebagai berikut:

Tabel 4.9 Sampel data penelitian Kim (1997)

Upward Price Movements		Downward Price Movements	
$Stocks_{hit}$ ($n = 1,915$)		$Stocks_{hit}$ ($n = 528$)	
1989 $n = 346$		1989 $n = 15$	
1990 $n = 936$		1990 $n = 369$	
1991 $n = 286$		1991 $n = 56$	
1992 $n = 347$		1992 $n = 88$	
$Stocks_{0,90}$ $n = 762$		$Stocks_{0,90}$ $n = 342$	
$Stocks_{0,80}$ $n = 1,125$		$Stocks_{0,80}$ $n = 575$	

Sumber: Kim (1997).

Sedangkan penelitian pada Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 -2008 mengacu pada penelitian Kim (1997) didapatkan sampel data sebagai berikut:

Tabel 4.10 Sampel data penelitian di BEI

<i>Movement</i>	$STOCK_{hit}$	$STOCK_{0,90}$	$STOCK_{0,80}$
<i>Upward Price Movement</i>			
Tahun 2007	259	183	212
Tahun 2008	114	108	155
TOTAL	373	291	367
<i>Downward Price Movement</i>			
Tahun 2007	71	80	99
Tahun 2008	100	114	162
TOTAL	171	194	261

Sumber: Hasil olahan penulis.

Volatility spillover hypothesis yang dikemukakan oleh Kim (1997) menyatakan bahwa apabila saham menyentuh *price limit* maka volatilitas harga saham pada Hari 1 akan tertahan dan kemudian volatilitas tersebut tersebut pada hari – hari perdagangan berikutnya. Hasil *volatility spillover hypothesis* yang dikemukakan Kim (1997) adalah sebagai berikut¹:

Tabel 4.11 Hasil pengujian *volatility spillover hypothesis* untuk *upward price movement* pada penelitian Kim (1997)

Day	$Stocks_{hit}$		$Stocks_{0,90}$		$Stocks_{0,80}$
-5	2.022		2.214		1.798
-4	2.929	⇒	2.202		2.152
-3	2.452		2.467		2.198
-2	3.346	>	2.793		2.576
-1	3.476		4.076		3.656
0	18.234	⇒	12.690	⇒	9.990
1	4.194	⇒	2.333		2.197
2	3.333	⇒	2.553		2.130
3	2.311	⇒	1.745		1.665
4	2.355	⇒	1.856		1.736
5	1.753		1.784		1.486

Sumber: Kim (1997).

¹ Pada jurnal yang ditulis Kim (1997), Kim hanya menampilkan hasil *volatility spillover hypothesis* untuk pergerakan harga saham yang menyentuh batas atas. Hasil penelitian *volatility spillover hypothesis* untuk pergerakan saham yang menyentuh batas bawah tidak ditunjukkan pada jurnal, akan tetapi hasilnya menunjukkan adanya masalah *volatility spillover* untuk pergerakan harga saham yang menyentuh batas bawah.

Tabel 4.11 menunjukkan nilai rata – rata volatilitas pada masing – masing hari untuk setiap kelompok saham yang bergerak naik (*upward price movement*) dihitung dengan persamaan 3.17. Nilai rata – rata volatilitas tersebut diamati lima hari sebelum terjadinya *event limit-hit* (saham menyentuh batas *price limit*) sampai lima hari sesudah terjadinya *event*. Tentunya pada Hari 0 volatilitas dari ketiga kelompok saham tersebut akan meningkat secara dramatis.

Pada tabel 4.11 di atas menjelaskan bahwa pada kelompok $STOCK_{hit}$ pada Hari 1 terjadi penurunan nilai volatilitas yang sangat besar, yaitu dari 18.234 pada Hari 0 menjadi 4.194 pada Hari 1. Apabila melihat kondisi volatilitas pada kedua kelompok lainnya, ternyata kelompok saham $STOCK_{0,90}$ dan $STOCK_{0,80}$ juga mengalami penurunan nilai volatilitas yang cukup besar. Hal ini sesuai pernyataan Lehmann (1989) dan Miller (1989) bahwa volatilitas akan berkurang secara alami setelah melewati hari terjadinya volatilitas yang sangat tinggi.

Namun yang perlu diperhatikan pada tabel 4.11 adalah besaran volatilitas pada hari – hari sesudah *event price limit*, yaitu Hari +1 dan seterusnya. Pada tabel 4.10 dapat dilihat bahwa untuk kelompok $STOCK_{hit}$ ternyata besaran volatilitas pada Hari 1 adalah hampir dua kali lipat lebih besar daripada besaran volatilitas untuk kelompok $STOCK_{0,90}$. Lebih lanjut lagi tabel 4.11 menjelaskan bahwa besarnya volatilitas untuk kelompok $STOCK_{hit}$ berlangsung hingga Hari +4. Hal ini membuktikan bahwa *price limit* tidak efektif mengurangi volatilitas, akan tetapi hanya menyebarkan volatilitas ke hari – hari berikutnya.

Tanda “>>” dan “>” merupakan bahwa volatilitas bagian sebelah kiri lebih besar dibandingkan dengan volatilitas bagian sebelah kanan dengan tingkat kepercayaan 99% dan 95% secara berturut – turut, dihitung menggunakan *nonparametric Wilcoxon sign-rank test*. Sehingga *volatility spillover hypothesis* adalah signifikan secara statistik.

Penelitian di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 – 2008 didapatkan hasil sebagai berikut:

a. *Upward price movement***Tabel 4.12 Hasil pengujian *volatility spillover hypothesis* untuk *upward price movement* pada BEI**

Hari	$STOCK_{hit}$	Sig.	$STOCK_{0,90}$	Sig.	$STOCK_{0,80}$
-5	0.009564		0.003879		0.007648
-4	0.008359		0.005715		0.006911
-3	0.006864		0.007207		0.006374
-2	0.011651		0.011544		0.009063
-1	0.025442		0.024183	>>	0.011899
0	0.126813	>>	0.068260	>>	0.035323
+1	0.021043		0.017003	>>	0.008306
+2	0.012326		0.007662		0.006344
+3	0.007256		0.006747		0.006649
+4	0.007704		0.005986		0.004181
+5	0.006127		0.004559		0.004320

>> : Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 99\%$ (*two-tailed*).

> : Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 95\%$ (*two-tailed*).

Sumber: Hasil olahan penulis.

Pada tabel 4.12 menunjukkan nilai rata – rata volatilitas pada masing – masing hari untuk saham – saham yang menyentuh batas atas yang disebabkan oleh kenaikan harga saham secara drastis dari harga penutupan kemarin. Pada tabel 4.12 menunjukkan bahwa pada Hari 0 baik untuk kelompok $STOCK_{hit}$, $STOCK_{0,90}$, dan $STOCK_{0,80}$ terjadi peningkatan volatilitas yang besar dibandingkan hari – hari sebelumnya. Kemudian setelah ketika memasuki Hari +1, volatilitas akan turun secara drastis untuk setiap kelompok. Hal ini sesuai dengan yang dikemukakan pada penelitian Kim (1997), dan kondisi seperti ini adalah normal. Akan tetapi bila diamati lebih lanjut, besaran volatilitas pada Hari +1 hingga Hari +5 untuk kelompok $STOCK_{hit}$ adalah lebih besar dibandingkan dengan besaran volatilitas untuk kelompok $STOCK_{0,90}$, dan $STOCK_{0,80}$.

Pada tingkat kepercayaan 99% dan 95% dihitung menggunakan uji beda rata – rata atau *t-test*, ternyata hasil besaran volatilitas untuk kelompok $STOCK_{hit}$ pada Hari +1 hingga Hari +5 lebih besar nilainya dibandingkan dengan volatilitas untuk kelompok $STOCK_{0,90}$ adalah tidak signifikan secara statistik.

b. *Downward price movement***Tabel 4.13 Hasil pengujian *volatility spillover hypothesis* untuk *downward price movement* pada BEI**

Hari	$STOCK_{hit}$	Sig.	$STOCK_{0,90}$	Sig.	$STOCK_{0,80}$
-5	0.002397		0.005524		0.004883
-4	0.004567		0.006550		0.004893
-3	0.007625		0.003479		0.008743
-2	0.008369		0.005622		0.009449
-1	0.010768		0.011779		0.011003
0	0.093566	>>	0.044679	>>	0.031841
+1	0.019570		0.009521		0.012247
+2	0.013377		0.006137		0.006337
+3	0.006400		0.007080		0.004907
+4	0.010178		0.006538		0.004962
+5	0.007924		0.005985		0.004933

>> : Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 99\%$ (*two-tailed*).

> : Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 95\%$ (*two-tailed*).

Sumber: Hasil olahan penulis.

Pada tabel 4.13 menunjukkan nilai rata – rata volatilitas pada masing – masing hari untuk saham – saham yang menyentuh batas bawah yang disebabkan oleh penurunan harga saham secara drastis dari harga penutupan kemarin. Pada tabel 4.13 menunjukkan bahwa pada Hari 0 baik untuk kelompok $STOCK_{hit}$, $STOCK_{0,90}$, dan $STOCK_{0,80}$ terjadi peningkatan volatilitas yang besar dibandingkan hari – hari sebelumnya. Kemudian setelah ketika memasuki Hari +1, volatilitas akan turun secara drastis untuk setiap kelompok. Temuan ini mirip dengan data pada tabel 4.12. Akan tetapi bila diamati lebih lanjut, besaran volatilitas pada Hari +1 hingga Hari +5 untuk kelompok $STOCK_{hit}$ adalah lebih besar dibandingkan dengan besaran volatilitas untuk kelompok $STOCK_{0,90}$, dan $STOCK_{0,80}$.

Pada tingkat kepercayaan 99% dan 95% dihitung menggunakan uji beda rata – rata atau *t-test*, ternyata hasil besaran volatilitas untuk kelompok $STOCK_{hit}$ pada Hari +1 hingga Hari +5 lebih besar nilainya dibandingkan dengan volatilitas untuk kelompok $STOCK_{0,90}$ adalah tidak signifikan secara statistik.

Dengan melihat hasil uji t pada tingkat kepercayaan 99% dan 95% pada tabel 4.12 dan 4.13, dapat disimpulkan bahwa di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 – 2008 tidak terjadi masalah *volatility spillover* akibat adanya regulasi *price limit*. Memang secara nilai, besaran volatilitas pada kelompok $STOCK_{hit}$ setelah terjadinya *event limit-hit* adalah lebih besar dibandingkan dengan kelompok lain, tetapi tidak signifikan secara statistik.

4.3 Analisis *Delayed Price Discovery Hypothesis*

Dengan menggunakan sampel data yang sama pada bagian Analisis *Volatility Spillover Hypothesis*, penelitian Kim (1997) tentang *delayed price discovery* menghasilkan data sebagai berikut:

Tabel 4.14 Hasil pengujian *delayed price discovery hypothesis* pada penelitian Kim (1997)

Price Behavior	S_{hit}	$S_{0.90}$	$S_{0.80}$	$S_{hit} - S_{0.90}$ (z-value)
Upward Price Movements				
Continuation	0.70	0.50	0.47	0.20 (15.38)
Reversal	0.21	0.33	0.36	-0.12 (-9.99)
No change	0.09	0.17	0.17	-0.08 (-6.30)
Downward Price Movements				
Continuation	0.59	0.45	0.39	0.14 (5.36)
Reversal	0.35	0.46	0.50	-0.11 (-4.37)
No change	0.06	0.09	0.11	-0.03 (-1.70)

Sumber: Kim (1997).

Tabel 4.14 menjelaskan frekuensi terjadinya perilaku *price continuation*, *price reversal* dan *no change*. Pada *upward price movement* dapat dilihat bahwa untuk kelompok saham $STOCK_{hit}$ frekuensi terjadinya *price continuation* adalah sebesar 70%, sedangkan frekuensi terjadinya *price reversal* hanya sebesar 21%. Hal ini menunjukkan bahwa frekuensi *price continuation* lebih besar dibandingkan frekuensi *price reversal* untuk kelompok saham $STOCK_{hit}$.

Lebih menarik lagi temuan pada tabel 4.14 menjelaskan bahwa untuk kelompok $STOCK_{0.90}$, dan $STOCK_{0.80}$ frekuensi terjadinya *price continuation* adalah lebih kecil dibandingkan dengan kelompok $STOCK_{hit}$. Hal ini membuktikan bahwa untuk saham – saham yang menyentuh *price limit*, tertunda

pembentukan harga ekuilibrium pada Hari 0 dan berlanjut pergerakannya mencari titik ekuilibrium pada Hari 1, sehingga frekuensi terjadinya *price continuation* lebih besar.

Untuk *downward price movement* juga menunjukkan hasil yang serupa. Untuk kelompok saham $STOCK_{hit}$, frekuensi terjadinya *price continuation* adalah lebih besar dibandingkan dengan kelompok $STOCK_{0,90}$, dan $STOCK_{0,80}$. Hal ini juga merupakan bukti bahwa *price limit* menunda proses pembentukan harga saham pada Hari 0 (*delayed price discovery*) untuk saham – saham yang menyentuh *price limit*.

Nilai z digunakan untuk menguji perbedaan apakah frekuensi *price continuation* pada kelompok $STOCK_{hit}$ adalah lebih besar dibandingkan dengan kelompok $STOCK_{0,90}$ secara statistik. Melihat nilai besaran nilai z , data di atas adalah signifikan secara statistik dengan tingkat kepercayaan 99%. Hal ini dapat disimpulkan bahwa *price limit* menunda pembentukan harga ekuilibrium saham pada Hari 0, sehingga pergerakan harga mencari titik ekuilibrium berlanjut di hari perdagangan berikutnya.

Penelitian di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 – 2008 menghasilkan data sebagai berikut:

a. Untuk *upward price movement*

Tabel 4.15 Hasil pengujian *delayed price discovery hypothesis* untuk *upward price movement* pada BEI

Perilaku	$STOCK_{hit}$ (1)	$STOCK_{0,90}$ (2)	$STOCK_{0,80}$ (3)	(1) – (2) (z-value) (4)
<i>Upward Price Movement</i>				
<i>Price Continuation</i>	43.43%	38.83%	32.70%	4.60% (1.822879)*
<i>Price Reversal</i>	11.26%	27.84%	30.25%	-16.57% (-7.14248)***
<i>No Change</i>	45.31%	33.33%	37.06%	11.97% (4.906089)***

***) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 99\%$ (*two-tailed*).

**) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 95\%$ (*two-tailed*).

*) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 90\%$ (*two-tailed*).

Sumber: Hasil olahan penulis.

Pada kelompok $STOCK_{hit}$ ternyata frekuensi perilaku *no change* adalah yang tertinggi dibandingkan dengan kedua perilaku lainnya. Hal ini berarti bahwa untuk kelompok $STOCK_{hit}$, sebagian harga saham cenderung tidak mengalami perubahan pada hari perdagangan berikutnya.

Akan tetapi jika melihat angka frekuensi *price continuation*, maka sebagian lagi harga saham cenderung mengalami pergerakan harga yang berkelanjutan. Sebagai perbandingan, frekuensi terjadinya *price continuation* dan *price reversal* pada kelompok $STOCK_{hit}$ adalah lebih besar dibandingkan frekuensi *price continuation* dan *price reversal* pada kelompok $STOCK_{0,90}$.

Dengan tingkat kepercayaan 90% untuk *price continuation* dan tingkat kepercayaan 99% untuk *price reversal*, frekuensi *price continuation* dan *price reversal* untuk kelompok $STOCK_{hit}$ lebih besar daripada kelompok $STOCK_{0,90}$ adalah signifikan secara statistik, diuji menggunakan *standard nonparametric binomial test* (*z-value*). Hal ini menunjukkan bahwa di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 – 2008 untuk harga saham yang menyentuh batas atas, sebagian saham telah menemukan titik ekuilibriumnya pada Hari 0, sedangkan sebagian lagi masih bergerak mencari titik ekuilibrium pada hari perdagangan berikutnya.

b. Untuk *downward price movement*

Tabel 4.16 Hasil pengujian *delayed price discovery hypothesis* untuk *downward price movement* pada BEI

Perilaku	$STOCK_{hit}$ (1)	$STOCK_{0,90}$ (2)	$STOCK_{0,80}$ (3)	(1) – (2) (z-value) (4)
<i>Downward Price Movement</i>				
<i>Price Continuation</i>	16.37%	15.98%	13.79%	0.39% (0.095421)
<i>Price Reversal</i>	22.22%	50.00%	59.77%	-27.78 (-4.91891) ***
<i>No Change</i>	61.40%	34.02%	26.44%	27.38% (5.12) ***

***) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 99\%$ (*two-tailed*).

**) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 95\%$ (*two-tailed*).

*) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 90\%$ (*two-tailed*).

Sumber: Hasil olahan penulis.

Pada kelompok $STOCK_{hit}$ ternyata frekuensi perilaku *no change* adalah yang tertinggi dibandingkan dengan kedua perilaku lainnya. Temuan ini mirip dengan *upward movement* hanya saja frekuensi *no change* untuk *downward movement* mencapai angka di atas 60%. Hal ini menjelaskan bahwa untuk pergerakan yang menyentuh batas bawah, mayoritas kelompok $STOCK_{hit}$ cenderung tidak mengalami perubahan

harga pada hari perdagangan berikutnya. Untuk perbandingan, dapat dilihat bahwa frekuensi terjadinya *no change* pada kelompok $STOCK_{hit}$ adalah lebih besar dibandingkan frekuensi *no change* pada kelompok $STOCK_{0,90}$.

Dengan tingkat kepercayaan 99%, frekuensi *no change* untuk kelompok $STOCK_{hit}$ lebih besar daripada kelompok $STOCK_{0,90}$ adalah signifikan secara statistik, diuji menggunakan *standard nonparametric binomial test* (*z-value*). Hal ini menunjukkan bahwa di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 – 2008 untuk harga saham yang menyentuh batas bawah, mayoritas saham telah menemukan titik ekuilibriumnya pada Hari 0, sehingga tidak terbukti adanya masalah *delayed price discovery*.

Temuan menarik lagi pada tabel 4.16 yaitu apabila melihat nilai frekuensi *price reversal* pada *downward movement* untuk kelompok saham $STOCK_{0,90}$ yang mencapai nilai 50% dan $STOCK_{0,80}$ yang mencapai nilai 60%. Frekuensi *price reversal* pada kedua kelompok ini adalah lebih besar dibandingkan dengan kelompok $STOCK_{hit}$. Bila temuan ini diuji lebih lanjut secara statistik menggunakan *standard nonparametric binomial test* (*z-value*) dengan tingkat kepercayaan 99%, akan mendapatkan hasil sebagai berikut:

Tabel 4.17 Hasil pengujian lanjutan *delayed price discovery hypothesis* untuk *downward price movement* pada BEI

Perilaku	$STOCK_{hit}$ (1)	$STOCK_{0,90}$ (2)	$STOCK_{0,80}$ (3)	(1) – (3) (z-value) (4)	(2) – (3) (z-value) (4)
<i>Downward Movement</i>					
<i>Price Continuation</i>	16.37%	15.98%	13.79%	2.58% (0.98)	2.19% (0.88)
<i>Price Reversal</i>	22.22%	50.00%	59.77%	-37.55% (-10.01)***	-9.77% (-2.78)***
<i>No Change</i>	61.40%	34.02%	26.44%	34.97% (10.37)***	7.58% (2.40)***

***) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 99\%$ (*two-tailed*).

***) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 95\%$ (*two-tailed*).

*) Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 90\%$ (*two-tailed*).

Sumber: Hasil olahan penulis.

Dengan membandingkan nilai frekuensi *price reversal* di antara ketiga kelompok tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa untuk kelompok saham yang pergerakan perubahan harganya masih jauh dengan batasan *price limit*, akan terjadi *price reversal* lebih besar dibandingkan kelompok saham yang menyentuh *price limit*. Pada tabel 4.17 di atas menunjukkan bahwa frekuensi *price reversal* kelompok $STOCK_{0,80}$ adalah yang tertinggi di antara ketiga kelompok saham yaitu 60%. Kemudian disusul dengan kelompok $STOCK_{0,90}$ dan $STOCK_{hit}$ berturut – turut adalah 50% dan 22%. Pengujian secara statistik menggunakan *standard nonparametric binomial test* (*z-value*) menunjukkan hasil signifikan bahwa *price reversal* untuk kelompok $STOCK_{0,80}$ adalah yang terbesar.

4.4 Analisis Trading Interference Hypothesis

Masih menggunakan data yang sama pada awal sub-bab, Kim (1997) melakukan pengujian *trading interference hypothesis* pada Tokyo Stock Exchange pada periode 1989 – 1992 dan didapatkan hasil sebagai berikut²:

Tabel 4.18 Hasil pengujian *trading interference hypothesis* untuk *upward price movement* pada penelitian Kim (1997)

Day	Stocks _{hit}		Stocks _{0,90}		Stocks _{0,80}
-4	12.70%		7.05%		8.09%
-3	10.52%		9.86%		9.78%
-2	9.50%		8.04%		7.68%
-1	20.60%		25.33%		15.13%
0	72.54%	<	82.48%	>	74.01%
1	21.07%	≥	-23.94%		-21.82%
2	-54.34%	<	-45.20%	≤	-33.77%
3	-14.97%		-15.60%		-11.76%
4	-11.56%	<	-4.43%		-9.41%
5	-10.11%		-9.05%		-5.60%

Sumber: Kim (1997).

Tabel 4.18 menunjukkan rata – rata persentase perubahan *trading activity* (TA) harian pada setiap kelompok saham pada pergerakan harga naik (*upward price movement*) dihitung menggunakan persamaan 3.20. Pada hari terjadinya

² Pada jurnal yang ditulis Kim (1997), Kim hanya menampilkan hasil *trading interference hypothesis* untuk pergerakan harga saham yang menyentuh batas atas. Hasil penelitian *trading interference hypothesis* untuk pergerakan saham yang menyentuh batas bawah tidak ditunjukkan pada jurnal, akan tetapi hasilnya menunjukkan adanya masalah *trading interference* untuk pergerakan harga saham yang menyentuh batas bawah.

price limit (Hari 0), terjadi peningkatan nilai TA yang besar untuk setiap kelompok saham dibandingkan pada hari sebelumnya. Hal ini adalah wajar mengingat aktivitas perdagangan akan meningkat berlebihan apabila terjadi transaksi harga saham yang berlebihan.

Temuan yang menarik adalah jika mengamati besarnya nilai TA pada Hari 1 untuk setiap kelompok saham. Pada Hari 1, besarnya nilai TA untuk kelompok $STOCK_{hit}$ adalah 21%, sedangkan besar nilai TA untuk kelompok $STOCK_{0,90}$ dan $STOCK_{0,80}$ adalah -24% dan -22% berturut – turut. Hasil ini menunjukkan bahwa terjadi peningkatan aktivitas perdagangan pada Hari +1 untuk kelompok $STOCK_{hit}$. Hasil ini konsisten dengan *trading interference hypothesis* yang menyatakan bahwa dengan meningkatnya aktivitas perdagangan pada hari – hari berikutnya, merupakan implikasi dari adanya *price limit* yang mencegah terjadinya *rational trading* pada Hari 0, yang merupakan interferensi terhadap likuiditas perdagangan.

Sedangkan penelitian yang dilakukan di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007 – 2008 menghasilkan data sebagai berikut:

a. *Upward price movement*

Tabel 4.19 Hasil pengujian *trading interference hypothesis* untuk *upward price movement* pada BEI

Hari	$STOCK_{hit}$	Sig.	$STOCK_{0,90}$	Sig.	$STOCK_{0,80}$
-5	0.41%		-1.69%		-6.86%
-4	2.82%		4.26%		-5.38%
-3	8.19%		7.66%		14.65%
-2	12.70%		7.64%		11.68%
-1	13.01%		27.25%		14.51%
0	70.59%		82.79%		93.98%
+1	13.34%	>>	-30.21%		-34.75%
+2	-31.11%		-32.27%		-39.18%
+3	-18.36%		-16.29%		-14.11%
+4	-11.06%		-6.34%		-5.09%
+5	-8.26%		-18.44%		-6.32%

>> : Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 99\%$ (*two-tailed*).

> : Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 95\%$ (*two-tailed*).

Sumber: Hasil olahan penulis.

Pada tabel 4.19 menunjukkan rata – rata persentase perubahan *trading activity* (TA) harian untuk pergerakan harga saham naik (*upward price movement*) pada masing – masing kelompok saham dihitung

menggunakan persamaan 3.20. Tabel 4.19 menjelaskan bahwa pada Hari 0 terjadi peningkatan TA yang cukup besar pada masing – masing kelompok. Hal ini adalah wajar karena sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kim (1997).

Akan tetapi pada Hari +1, persentase TA pada kelompok saham $STOCK_{hit}$ adalah lebih besar dibandingkan dengan persentase TA pada kelompok $STOCK_{0,90}$ dan $STOCK_{0,80}$. Persentase TA untuk kelompok $STOCK_{hit}$ adalah 13%, sedangkan persentase TA untuk $STOCK_{0,90}$ dan $STOCK_{0,80}$ adalah –30% dan –35% berturut – turut. Hasil ini menunjukkan bahwa terjadi peningkatan aktivitas perdagangan pada Hari 1 untuk kelompok $STOCK_{hit}$.

Dengan melakukan uji beda rata – rata (*t-test*) pada kelompok $STOCK_{hit}$ dan $STOCK_{0,90}$ dengan tingkat kepercayaan 99%, maka hasilnya adalah persentase TA pada kelompok $STOCK_{hit}$ adalah signifikan lebih besar daripada persentase TA pada $STOCK_{0,90}$. Sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa regulasi *price limit* untuk pergerakan harga saham naik (*upward price movement*) menimbulkan masalah *trading interference*.

b. *Downward price movement*

Tabel 4.20 Hasil pengujian *trading interference hypothesis* untuk *downward price movement* pada BEI

Hari	$STOCK_{hit}$	Sig.	$STOCK_{0,90}$	Sig.	$STOCK_{0,80}$
-5	3.09%		-13.20%		-3.97%
-4	-4.66%		-4.54%		2.15%
-3	4.89%		-2.47%		-11.73%
-2	-4.27%		-3.45%		3.90%
-1	-3.00%		-4.39%		1.87%
0	28.64%		41.25%		39.85%
+1	27.41%	>>	-35.91%		-15.10%
+2	-7.54%		-11.79%		-22.51%
+3	5.54%		8.73%		3.86%
+4	3.70%		-9.37%		-10.44%
+5	-4.97%		-1.73%		-8.23%

>> : Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 99\%$ (*two-tailed*).

> : Hasil pengujian signifikan pada level $\alpha = 95\%$ (*two-tailed*).

Sumber: Hasil olahan penulis.

Pada tabel 4.20 menunjukkan rata – rata persentase perubahan *trading activity* (TA) harian untuk pergerakan harga saham turun (*downward price movement*) pada masing – masing kelompok saham dihitung menggunakan persamaan 3.20. Tabel 4.20 menjelaskan bahwa pada Hari 0 terjadi peningkatan TA yang cukup besar pada masing – masing kelompok. Hal ini adalah wajar karena sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kim (1997).

Akan tetapi pada Hari +1 persentase TA pada kelompok saham $STOCK_{hit}$ adalah lebih besar dibandingkan dengan persentase TA pada kelompok $STOCK_{0,90}$ dan $STOCK_{0,80}$. Persentase TA untuk kelompok $STOCK_{hit}$ adalah 27%, sedangkan persentase TA untuk $STOCK_{0,90}$ dan $STOCK_{0,80}$ adalah –36% dan –15% berturut – turut. Hasil ini menunjukkan bahwa terjadi peningkatan aktivitas perdagangan pada Hari 1 untuk kelompok $STOCK_{hit}$.

Dengan melakukan uji beda rata – rata (*t-test*) pada kelompok $STOCK_{hit}$ dan $STOCK_{0,90}$ dengan tingkat kepercayaan 99%, maka hasilnya adalah persentase TA pada kelompok $STOCK_{hit}$ adalah signifikan lebih besar daripada persentase TA pada $STOCK_{0,90}$. Sehingga dapat diambil kesimpulan bahwa regulasi *price limit* untuk pergerakan harga saham turun (*downward price movement*) menimbulkan masalah *trading interference*.

4.5 Summary Hasil Penelitian

Dengan melihat hasil pengujian, maka dapat diambil ringkasan dari seluruh pengujian, yaitu:

Tabel 4.21 Summary hasil seluruh penelitian di BEI

	Hasil Pengujian	Sig.
<i>Overreaction Hypothesis</i>		
<i>Upward price movement</i>	Tidak terbukti adanya gejala <i>overreaction</i>	Signifikan pada 99%
<i>Downward price movement</i>	Tidak terbukti adanya gejala <i>overreaction</i>	Signifikan pada 99%

Tabel 4.21 *Summary* hasil seluruh penelitian di BEI (lanjutan)

	Hasil Pengujian	Sig.
<i>Volatility Spillover Hypothesis</i> <i>Upward price movement</i> <i>Downward price movement</i>	Terjadi masalah <i>volatility spillover</i> Terjadi masalah <i>volatility spillover</i>	Tidak signifikan Tidak signifikan
<i>Delayed Price Discovery Hypothesis</i> <i>Upward price movement</i> <i>Downward price movement</i>	Terjadi masalah <i>delayed price discovery</i> Tidak terjadi masalah <i>delayed price discovery</i>	Signifikan pada 90% Signifikan pada 99%
<i>Trading Interference Hypothesis</i> <i>Upward price movement</i> <i>Downward price movement</i>	Terjadi masalah <i>trading interference</i> Terjadi masalah <i>trading interference</i>	Signifikan pada 99% Signifikan pada 99%

Sumber: Hasil olahan penulis.

Dari hasil penelitian pada tabel 4.21 di atas dapat dilihat bahwa untuk *delayed price discovery hypothesis* pada pergerakan harga bawah dapat disimpulkan bahwa *price limit* ternyata memberikan implikasi positif pada pergerakan harga saham. Dengan hasil penelitian menunjukkan tidak adanya masalah *delayed price discovery* di BEI maka dapat disimpulkan bahwa untuk saham – saham yang harganya turun hingga menyentuh batas, ternyata regulasi *price limit* membuat harga saham tidak akan turun lebih jauh lagi. Batas bawah dari *price limit* yang ditetapkan Bursa Efek Indonesia ternyata sudah merupakan titik ekuilibrium saham pada hari perdagangan tersebut.